

# 中国の国有企業における民営化の現状と課題

## ——上場企業を中心に

魯 炜

はじめに

- 1 民営化の進展
- 2 民間企業による上場企業の買収
  - 2-1 買収の背景
  - 2-2 買収の特徴
  - 2-3 買収後の経営状況と企業統治構造
- 3 内部経営管理層への売却 (MBO)
  - 3-1 実行の背景
  - 3-2 経営管理層による買収の現状
  - 3-3 買収後の企業統治構造

4 残された課題

むすび

参考文献

はじめに

90年代末以降、中国の国有企業民営化は新たな進展をみせている。現在、国有大中企業の民営化は、株式会社への改組・上場という段階と、さらに国有株の非国有所有主体への譲渡・売却による国家の国有株持株率の引き下げという二段階の民営化プロセスを歩んでいる。党・政府は、2002年11月に開かれた第16回党大会前後に、民間企業経営者の入党を認め、また外資企業による上場企業の買収・合併を解禁した。その結果、民間企業による上場企業の買収、上場企業の経営者への売却 (MBO: Management Buyout) が活発に行われ、上場した国有企業の民営化が加速した。

もともと民営化には、上場企業の経営安定化と企業統治改善を図り、経営効率を向上させる狙いがある。だが現状では、上場企業が民営化された後においても、新たな筆頭株主による中小株主の搾取、インサイダー・コントロールなどの問題が依然解決できずに残されており、企業の経営効率

は低下する一方である。

従って、本稿では、民間企業による買収、内部経営者への売却（MBO）を中心とした上場企業民営化を分析し、民営化後の企業経営安定化、健全な企業統治の確立について検討してみたい。まず、全体の民営化の進展を概観し、本稿の課題を明らかにする。次に、民間企業による上場企業の買収、とりわけ「殻買い上場」という方法で行われる民営化を分析する。さらに、内部経営管理層への売却の問題を取り上げ、インサイダーによる民営化の問題点を指摘する。最後に、民営化後の企業経営安定化を図るためには、健全な企業統治を構築する必要があり、そのためには政府の市場環境整備や、健全な企業統治の発展を補完するアウトサイダー・コントロール制度の整備が不可欠であることを論じる。

## 1 民営化の進展

1990年代初めから、市場競争の激化によって国有企業の経営が悪化し、政府の財政負担が逼迫して、政府は経営不振に陥ったこれらの企業の民営化を早急に断行をせざるを得なくなった。そのため政府は、90年代後半から打ち出した「抓大放小」（大企業は重点的に集中管理し、一方中小企業は自由化する）と「国有経済の戦略的調整」のスローガンの下、国有企業が国の安全にかかわる部門を除き、一般競争分野から大幅に撤退することを容認した。国有企業の民営化は、経済体制改革の中心課題に格上げされ、本格的に推進されるようになった<sup>1)</sup>。

民営化とは、広義には公的セクターの割合が低下し、私的資本が拡大する過程である。狭義には国有企業の所有権を自然人、私的法人へ移転する過程である。広義の概念からみると、中国の経済発展と漸進主義的な体制移行の過程において、国有企業の比重が低下する一方、民間企業の比重が大きく増加し、経済成長の牽引役となったのは明らかな事実である（表1）。だが、個々の国有企業の民間への所有権移転についてみると、企業の規模ごとにその進捗度はかなり異なる。

現在、中小企業の民営化は、一気にかつ全面的に行われた。殆どの企業は、在籍の経営者・従業員に共同買収され、従業員持株制企業となった。しかし、経営効率の向上と利潤の配分をめぐる矛盾が現れ、結局、企業の所有構造が経営陣に集中し、次第にオーナー経営者型の所有構造に収斂してきた（黄 [2001], 今井編 [2002]）。中小企業の民営化進展状況は資料の制約で包括的・実証的に分析するのは難しいが、表2に示したように国有企業数の増減状況から中小企業民営化の進展状

<sup>1)</sup> 公式的に、党と政府は依然として民営化に関する言葉の取り扱いを忌避している。民営化と私有化は同義だという保守的な認識が強い。実際に現状と政策の流れから民営化は誰も否定できない潮流となった。党16回大会にも公有制を主とする混合所有経済体制を強調する一方、イデオロギーを大きく緩和して、資本所有状態に拘らないことを明らかにした。それは「三つの代表」の思想に応じて民間企業経営者の入党を認めたため、「党の民営化」という皮肉なことが確実に起こりつつある。

表1 所有別の工業企業総生産額の比重

単位：％

年 度	国 有	集 団	個人所有又は私营	そ の 他
1985	64.86	32.08	1.85	1.21
1990	54.60	35.62	5.39	4.38
1995	33.97	36.59	12.86	16.58
1997	25.52	38.11	17.92	18.45
1998	28.24	38.41	17.11	22.91
1999	28.21	35.37	18.18	26.14

出所：『中国経済統計年鑑』各年版より作成。

表2 規模別国有工業企業数の増減

年 度	1996	2000	対1996増減率（％）
全 国 総 計(件数)	86,982	49,736	-42.82
大 規 模 企 業	4,946	5,024	1.58
中 規 模 企 業	10,817	10,534	-2.62
小 規 模 企 業	71,219	34,178	-52.01

注：国有工業企業は独立採算制企業のみ

出所：1996年のデータは国家統計局工業交通統計司編『中国工業統計年鑑1998年』、中国統計出版社、84頁。2000年は国家財政部のウェブより引用。

況の一端を窺うことができる。2000年末の独立採算制小規模国有企業の企業数が約3万4千社で、1996年より約3万7千社を減少したが、企業倒産、合併および民営化の結果と推測できる。一方、中規模企業が微減したが、逆に大規模企業が微増し、これは企業の合併と企業再編が進められた結果だと考えられる。

国有大中企業の企業数の推移から、国有企業の規模が大きいほど破産が難しく、民営化も進まず、企業改革が難しい状況が窺える。先にも述べたとおり、国有大中企業の民営化は、まず株式会社への改組・株式上場、次に国有株を非国有所有主体へ譲渡または売却による国有株持株率の引き下げ、という二段階の民営化プロセスになっている。1996年に開かれた第15回党大会以降、国家資本を含む混合所有制を進めていく企業改革路線に従い、超大型を含む国有大企業の株式上場も加速し、株式資本市場の規模が次第に拡大した（表3）。

上場企業の所有構造は、一般的に国家株、法人株、一般公衆株（A株とB株）、内部従業員持株、および香港証券取引所で取引しているH株で構成されている。非流通株としての国家株、法人株（殆ど国有法人株である）が圧倒的割合を占めていることは、株式所有構造の最大の特徴である。殆どの上場企業は国有企業から改組したため、筆頭株主が国家株、国有法人株である上場企業が多い。国家株と国有法人株を併せ、通称国有株と呼ばれる。所有構造は国有株主へ高度集中されているが、その理由は公有制の維持と政府、母体企業の支配的地位の確保などに求められる。劉・孫・劉 [2003] は表4に示したように、2001年の上場企業筆頭株主を最終的所有権別に分類した結

表3 株式市場の規模と株式所有構造

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
上場企業数(社)	53	180	291	323	530	745	851	949	1088	1160
証券化率(株式時価総額/GDP×100)	3.93	10.2	7.9	5.9	14.5	23.4	24.5	31.8	53.8	45.4
融資総額(億元)	—	276.4	99.8	85.5	294.3	856.1	778.0	896.8	1498.5	1199.2
未流通株合計(%)	69.2	72.2	67.0	64.5	64.8	65.4	65.9	65.0	64.3	65.3
国家株	41.4	49.1	43.3	38.7	35.4	31.5	34.3	36.1	38.9	46.2
法人株合計	26.6	20.7	22.5	24.6	27.2	30.7	28.3	26.6	23.8	18.3
内部従業員持株	1.2	2.4	1.0	0.4	1.2	2.0	2.0	1.2	0.6	0.5
その他	0.0	0.0	0.2	0.7	1.0	1.2	1.2	1.1	0.9	0.3
流通株合計(%)	30.8	27.8	33.0	35.5	35.2	34.6	34.1	35.0	35.7	34.8
A株	15.9	15.8	21.0	21.2	21.9	22.8	24.1	26.3	28.4	25.3
B株	14.9	6.4	6.1	6.7	6.4	6.0	5.3	4.6	4.0	3.1
H株	0.0	5.6	6.0	7.7	6.9	5.7	4.7	4.0	3.3	6.4
総計(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所：中国证券监督管理委员会編『中国证券期貨統計年鑑2002』、百家出版社、2002年より作成。

表4 最終所有権における上場企業の所有構造(2001年)

	筆頭株主	企業数	比重(%)	筆頭株主平均持株率(%)
国家所有の最終的な支配株主	直接支配：政府部門①	94	8.5	39.6
	間接支配：国有企業②	836	75.6	47.3
	政府資本支配の上場企業	15	1.4	52.3
	国有独資公司	360	32.6	49.7
	政府資本支配の非上場企業	449	40.6	45.4
	政府の専門機構と組織	12	1.1	39.0
	国有資本支配の合計(①+②)	930	84.1	46.5
非国家所有の最終的な支配株主	非政府資本支配の上場企業	4	0.4	37.7
	非上場の集団所有と郷鎮企業	77	7.0	38.3
	非上場の国内民営企業	83	7.5	33.3
	外資企業	150	10.0	25.8
	非国有資本支配の合計	174	15.9	34.8
	総計	1105	100	44.6

出所：2001年末の全上場企業1160社を対象に2002年4月に実施したアンケート調査(有効回答が95.3%で、1105社である)による。劉・孫・劉[2003]、53頁。

果、政府が84.1%の上場企業を支配していると指摘した。その中で、8.5%の企業は直接的に支配されており、75.6%の企業は国家によりピラミット型の持株構造を通じて間接的に支配されている。

従って、上場企業の筆頭株主の所有構造からみると、いずれも国家所有資本が主導的な地位を占めている。一方、筆頭株主が非国有資本である上場企業は僅か15.9%である。したがって、上場企

業においては、私的セクターの拡大による広義の民営化の成果はなお限定的である。

次に、国有上場企業の経営実態をみると、母体企業、政府などの筆頭株主による上場企業の利益移転や資産占有、中小株主の利益侵害などの問題が頻発しており、これが経営不安定化の要因となっている。上場企業が民営化を行わなくてはならない背景には、こうした歪んだ企業統治構造がある（今井 [2002]）。つまり、国有株売却により、上場企業に非国有所有主体の外部株主を受け入れ、相互に経営への監督を強化し、有効な企業統治構造が形成されていなかった。加えて、社会保障基金の原資調達のため、政府は、1999年12月と2001年6月の二度にわたって国有株を売却した。売却収入の最大化を目指した不合理な売却価格により、株価の暴落がもたらされ、大多数の零細個人投資者が損害を被り、株式市場での国有株の放出は失敗した。

国有株放出の挫折を受け、政府は、零細個人投資家を対象とする市場売却方針から転換し、機関投資家、民間企業、外資企業等の「戦略投資家」の役割に新たな期待をかけた。政府は、母体企業、政府などの筆頭株主、個人投資家に代わる民営化の受け皿となる主体として、上場企業経営に対して効率的なモニタリングを行う能力を具えた投資主体である機関投資家、民間企業、経営幹部、外資企業が重要な役割を果たすべきだと認識を改めた（今井 [2003]）。

だが、今井 [2003] が検討したように、機関投資家は、現段階においては政府の育成で急成長したが、短期的な収益を優先する傾向にあり、企業統治の主体として未熟である。また、WTO加盟に対応して、政府は上場国有企業の買収を外資企業にも解禁し、国内資本市場へ投資も外国機関投資家に徐々に開放した。外資による上場企業、資本市場への進出は、依然大規模買収に限られていた。機関投資家、外資企業の役割が限定されている一方、国内民間企業による上場企業の買収は急速に進展し、重要な役割を果たしている。さらに、従業員・企業経営管理層による上場企業の買収（MBO）も次第に増えてきた。これは、上場企業経営者に対するインセンティブ制度を改善し、所有権と経営責任を一致させる試みであった。そこで次に、主に民営化の旗手として現れた、民間企業、経営管理層による買収に主眼を置いて、その現状と問題点を検討する。

## 2 民間企業による上場企業の買収

### 2-1 買収の背景

民間企業による上場企業の買収は、主に民間企業への国有株有償譲渡という形で行われた。当初は、国有株の株式市場での流通は禁止されていた。その後、国有株の譲渡が、有償協議譲渡と無償譲渡として行政審査認可制の下で制度的に認められるようになった。だが、国有株の譲渡を制限することが多く見られる。たとえば、譲渡する際に地方国有資産管理機関に申請し、譲渡に関する具体的事項（譲渡目的、譲渡株式の株数と価額、譲渡対象、譲渡後の資金使用用途など）を説明した上で、譲渡が認可される。また、海外投資者を含む非国有投資主体へ譲渡する場合や、国有株の絶

対支配・相対支配状態を変動させるほどに譲渡株式の株数が過大である場合には、中央国有資産管理機関への申請が必要である<sup>2)</sup>。こうした譲渡の規制により、当初は上場企業の国有株の譲渡は国家所有主体の間だけで行われていた。

1990年代後半から、イデオロギーの緩和や「国退民进」（国有資本の撤退と民間資本の進出）の潮流の下で、民間企業による上場企業の買収は急速に増加した。従来は、株式上場には所有制の厚い壁が存在していた。そこで、容易に上場できない民間企業が、経営破綻の上場国有企業を買収して間接的に上場を果たすというケースが多く見られた。このような買収は、「殻買い上場」（今井 [2002]）と呼ばれる。殆どこのようにした買収は、政府主導で強力に推進される場合が多い。地方政府は、上場企業の経営破綻による失業者の救済や、倒産国有企業の債務負担などの軽減のために、上場企業を民間企業主体に売却することはやむを得ないと考えている。同時に、民営化による業績の回善にも期待している。一方、民間企業は従来の所有制の差別のもとで直接に上場できないため、「殻」の買収を行なった。それにより、黒字経営への転換を図り、将来的に資本市場での増資達成を目指した。ここでは、地方政府と民間企業との思惑が一致した。また証券行政監督当局も、民間企業による上場国有企業買収が資源の効率的な再配置、企業統治構造の改善による経営の安定化、株式市場の質の向上をもたらすと考えたため、このような「殻買い上場」が一気に増加した。

## 2-2 買収の特徴

民間企業による上場企業の買収は、表5に示すように1997年以降急増した。

表5のとおり、2002年末で上場企業の買収により筆頭株主の株式譲渡がなされたのは合計168社である。その中に国家株の譲渡が122社あり、国有法人株を含む法人株の譲渡が46社ある（呂 [2003]）。買収主体からみると、国有企業は依然として買収主体の大半を占めているが、民間企業による買収件数は2002年に約34%を占めており、前年度に比較し大幅上昇の傾向を見せている。こ

表5 上場企業の買収の推移

単位：社数

買収の所有主体	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
国 有 企 業	0	3	3	8	21	34	53	64	75	82
民 間 企 業	1	1	0	3	7	15	18	30	35	57
不 明	—	—	—	—	5	21	13	9	9	29
合 計	1	4	3	11	33	70	84	103	119	168

出所：1997年以前は趙・朱武祥 [2000]、20頁の推計による。1997年以後は呂 [2003] 参照。

<sup>2)</sup> 「股份有限公司国有股權管理暫行弁法」、国家国有資産管理局企業司編『国有股股東手冊』、東北財経大学出版社、1998年、138頁参照。一般的に国有株の持株比率について、国有株が50%以上を占める場合に、国有株が絶対支配しているという。30%～50%を国有株の相対支配、持株比率が30%以下の場合、国有株は相対支配以下という。中央国有資産管理機関は1998年以前は財政部に所属する国家国有資産管理局であったが、その後、直接その職能が財政部に吸収・合併された。

ここでは、民間企業主体が主に国内民間企業法人及び私人であり、また民間資本主体が絶対支配資本を持つ混合所有制企業（民間資本主体の出資率が50%以上）である。また、買収主体の情報開示が十分に行われていないため、筆頭株主の実態が明らかにならず、買収主体が不明瞭である割合も大きい<sup>3)</sup>。

民間企業による上場企業の買収過程を概観すると、主に以下の特徴をあげることができる。

a. 買収、特に「殻買い上場」では、経営内容を見越した買収が行われ、経営低迷の ST、PT 銘柄などの低位株を買収するケースが多い<sup>4)</sup>。

買収側と売却側との間の業種間の差異が大きく、売却側の既存業務と経営資源を見越し、単なる上場企業の地位獲得を目的とする買収事例が枚挙に遑がないほど多い。例えば、典型的 IT 企業「広州深太科技」による漁業、海鮮食品加工業の上場企業「遠洋漁業」の買収、同じく IT 企業「北京科利華」による鉄鋼業の上場企業「阿城鋼鉄」の買収等の事例である<sup>5)</sup>。表 6 に買収側の所有主体は明記していないが、異業種間の買収件数が2002年に計126件であり、75%を占めている。また、買収側の業種別の統計からみると、全体的に IT、通信、バイオを代表とするハイテク新興産業、不動産等の産業が全体的に高い比率を占めている。これらの産業は、中国の経済発展をリードする成長産業であり、資金の需要が大きいため、資本市場に資金調達

表 6 産業合併を目的とする買収と買収側の産業別における推移

単位：件数

	1997	1998	1999	2000	20001	2002
同業種間の買収	4	12	10	16	16	42
異業種間の買収	29	58	74	87	103	126
合 計	33	70	84	103	119	168
そのうち：買収側の産業別						
ハ イ テ ク	2	24	26	34	38	30
不 動 産	4	6	4	2	9	24
そ の 他	27	40	54	67	72	114

出所：呂 [2003]。

<sup>3)</sup> 主に国内集団企業法人、社団法人（例えば学校法人）、政府資本、民間資本のどれも絶対支配出資率を持たず、相互持株の関係で相対支配している混合所有制企業である。

<sup>4)</sup> ST (Special Treatment) は特別取扱銘柄である。二年連続赤字となった銘柄、又は 1 株あたりの純資産が 1 元を下回った銘柄が ST 銘柄として取引処理され、一日の株価変動幅は上下共 5% に限定される制度である。一方、PT (Particular Transfer) は特別譲渡銘柄である。それは三年連続赤字を経常計上した銘柄に対し、証券取引所から取引の一時停止命令を受け、金曜日のみの取引（特別譲渡）しか許されない制度（徐 [2003]、59 頁参照）。但し、ST、PT 銘柄に転落しても、業績回復ができれば、一般の株式取引に復帰することが可能である。ST、PT 銘柄は継続欠損となった場合には、上場廃止基準により上場資格を廃止するしない。

<sup>5)</sup> 「買売上市縦横談」、和訊財經網のウェブサイト (<http://www.homeway.com.cn/News/2000年12月1日アクセス>) を参照。

を求め、上場企業への買収を行う動機が最も大きいと考えられる。

また、同一産業内の買収も一定程度増加した。同一産業の民間企業による買収により、有効に資源の再配置を行い、赤字上場国有企業の業績改善を実現した典型事例がある。例えば、冷凍機械冷媒・冷却剤を生産する民間企業の「格林柯爾」は、2001年11月に欠損に陥った大手電器メーカー「科龍電器」（冷蔵庫・エアコンを中心とする）を買収した。「科龍電器」は、2002年中期から「格林柯爾」の経営再建の支援を受け、欠損状態から増収増益を達成し、2003年6月にST銘柄からの脱却を果たした。また、「格林柯爾」はWTO加盟後の市場競争の激化に対応し、冷蔵庫・エアコンのトップクラスのメーカーである国有上場企業「美菱股份」の買収に積極的に乗り出して、冷蔵機械製造の上流・下流の産業資源配置の一体化を図ろうとした<sup>6)</sup>。

さらに近年、私募基金、民間企業の投資が証券投資を通じて資本蓄積がなされ、幾つかの大きな民間企業グループが成長してきた。例えば德隆、復星、鴻儀、泰躍、農凱、横店などの民間企業集団・投資グループである。これらの民間企業・投資グループは、今井[2003]が取り上げた德隆グループの事例のように、上場国有企業を積極的に買収し、直接又は間接に複数の上場企業を支配し、本格的に産業進出を果たし、上場企業の産業構造の再編に大きな影響を与えた。

- b. 買収においては、売却価格が一株当たり純資産（帳簿価格）以上の水準で行われたが、上場企業の資産価値の実態（時価評価価値）との乖離が大きいことが問題である。

買収においては、国有株の売却価格が、基本的に一株当たり純資産以上を設定してはならないという旧国有資産管理局の規定がある。だが、実際にST、PT等の欠損上場企業の資産価値の実態は、遙かに帳簿価格（純資産）を下回っていた。それでも「国有資産の流失を防ぐ」という前提のもとで、一株当たり純資産以上の基準で売却を行う場合が多い。

例えば、民間企業の「上海中路集団」が国有上場企業「ST永久」を買収する過程で、2001年7月に「ST永久」の筆頭株主「上海轻工持株」が0.069元/株の価格で「上海中路集団」に国有株を譲渡しようとしたが、売却時点の当社一株当たり純資産0.24元より大きく下回ったため、財政部の審査でストップをかけられた。結局、財政部の介入で、2002年10月に2001年度末の帳簿価格（一株当たり0.24元）で、国有株の譲渡を行い、買収を完了させた<sup>7)</sup>。一方、同じく欠損企業「ST蔵聖地」の売却では、2002年8月に同社の筆頭株主「無錫賽諾」が3.20元/株の売却価格で、国有法人株を「国風集団」に譲渡したと公告した。同社の2002年度前半期の一株当たり純資産0.99元で譲渡プレミア率が116.30%に達し、歪んだ売却価格の設定が実際の資産

<sup>6)</sup> 「格林柯爾系浮出水面」『南方日報』2003年6月2版ウェブサイト (<http://www.nanfangdaily.com.cn/nf/20030602/nfcf/200306020286.asp>) 参照。

<sup>7)</sup> 「ST永久：国家股完成転讓」『中国证券報』2003年2月17日版ウェブサイト (<http://202.84.17.28/jrbz/jrbz20030217.htm>)。



価値の実態と大きく乖離し、その不合理性が問題になった<sup>8)</sup>。

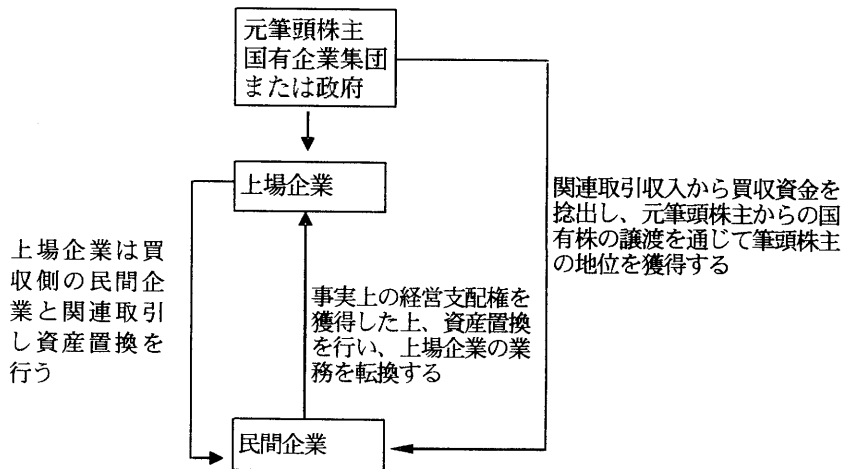
c. 買収は主に資産置換と有償譲渡を併用する方法で行われる。

一般的に、買収は、経営支配権の獲得を目的とした株式流通市場での一般公衆株の買収、国有株の無償譲渡、国有株の有償譲渡と資産置換との併用、上場企業の母体企業に対する買収、司法裁判の債権競売による買収、などの方法がある。

資産置換と有償譲渡との併用は、売却側企業の不良資産を切り離し、買収側企業の優良資産を入れ替えた後、売却側企業に国有株の有償譲渡を行い、上場企業の筆頭株主から経営支配権を取得する方法である。このような買収方法は、買収側の民間企業にとって、大幅の買収資金を節約でき、買収コストも大きく節減できると同時に、短期間に容易に上場企業の業績を改善させ、資産価値の増大による増資を達成でき、「殻買い上場」のメリットを最も有効に生かすことができる。資産置換と有償譲渡を併用した買収方法は、国有資本の規模の大きさと買収主体の資金不足との難点をクリアでき、買収に大いに活用された。資産置換と有償譲渡との併用による買収プロセスは、図1に示した。

「四川托普科技」による上場企業「川长征」の買収事例（今井 [2003] に詳しい）、また、IT産業の「科利華」による上場企業の鉄鋼業である「阿城鋼鉄」の買収は、いずれもこのような買収プロセスで行われた<sup>9)</sup>。

図1 資産置換と有償譲渡との併用による買収プロセス



出所：買収事例により作成

<sup>8)</sup> 「西藏聖地：国風集団成為第一大股東獲批」『國際金融報』ウェブサイト2003年2月18日版参照 (<http://www.people.com.cn/GB/paper66/8487/77389/index.html>)。

## 2-3 買収後の経営状況と企業統治構造

民間企業による「殻買い上場」後の経営状況については、全体的な経營業績に関する統計情報が少ないため、正確な経営状況を掴みにくい。だが、若干の報道より、その経営状況が芳しくないことが窺え、そしてそれは悪化する傾向にあるようである。前掲の「科利華」の事例は、「殻買い上場」後に、IT産業の低迷で経営が不安定になり、経営再建が失敗し、経營業績が大幅に落ち込んだ。結局、二年連続の赤字で、ST銘柄に陥った<sup>10)</sup>。買収後の経営状況に関する報道は、代表的なものとして洪[2002]の報道を取り上げることができる。洪[2002]は、1997年から2001年までの一部の民間企業による「殻買い上場」について詳しく分析した結果、表8-1・8-2に示したように、殆どの上場国有企業は買収前に業績が低迷しているが、買収後に民間企業の資産再編による効果が直ちに現れて経営収益が一定程度増加する。しかし、その後その状態を持続できず、殆どの企業が買収後三年の間に業績を大きく落としていると指摘している<sup>11)</sup>。特に2000年度に買収された上場企業は、買収後の第一年度にすでに大幅な減益となっており、民間企業による「殻買い上場」の効果が上がっていないことは一目瞭然である。

ところで、企業統治の問題については、一般論としては、買収主体である民間企業が積極的に経営介入を行うことにより、国有大株主の独占性と掠奪性を牽制し、経営の安定化を実現できると考えられる。しかし、買収後の実態は、企業統治の改善も思い通りになっていない。買収後に民間企

表8-1 「殻買い上場」企業の経営状況の推移

単位：社

「殻買い上場」年次	1996	1997	1998	1999	2000
上場企業数	3	5	14	22	20
2001年までの欠損企業数	1*	2	8	12	6

\*すでに上場資格を廃止した。

出所：洪[2002]の記述を基に作成。

<sup>9)</sup> 「科利華」による上場企業「阿城鋼鉄」の買収過程は、以下の通り。買収協議により、「科利華」が買収金1.34億元を支払うべきとされた。だが、買収側の「科利華」にとって巨額な支払いである。「科利華」が「阿城鋼鉄」と関連取引を行い、「阿城鋼鉄」が母体企業「阿城鋼鉄集団」の債権担保で買収側の「科利華」の子会社の80%株式と「科利華」が所有する知的財産権を1.00億元で「科利華」から買い取った。同時に資産置換を行い、従来の鉄鋼業からハイテク的なIT技術産業へ転換し、上場企業の社名も「科利華」を改称した。その後、「科利華」はその売却収入から買収資金を捻出し、買収金との差額である僅かな3,400万円で、国有株の譲渡を通じて買収でき、法律上筆頭株主の地位を取得した（「買収上市縦横談」、和讯財經網のウェブサイト <http://www.homeway.com.cn/News/2000年12月1日アクセス>、【黒龍江省科利華網絡股份有限公司1999年年度報告】、中国证券監督管理委員会ウェブサイト [http://www.csrrc.gov.cn/infodir/1999/annal/600799\\_1999\\_0.pdf](http://www.csrrc.gov.cn/infodir/1999/annal/600799_1999_0.pdf) 参照）。

<sup>10)</sup> 「科利華十年惊夢」、『新財經』2003年7月号参照。

<sup>11)</sup> 洪[2002]によると、売却側の筆頭株主所有主体が明らかにならず、不詳である。筆頭株主が国有株である上場企業の比重が多いため、買収前の企業は殆ど上場国有企業だと考えられる。

表 8-2 「殻買い上場」企業における平均純利潤の増減（対前年度）

単位：％

「殻買い上場」 実施年度	1997	1998	1999	2000	2001
1998	103	207	-206	-29	-5
1999	-3	117	255	-150	-51
2000	-38	-13	87	194	-228
2001	-181	-66	-106	-190	180

注：（表の見方）例えば、1999年に「殻買い上場」された企業は、1998年の時点では対前年度比206％の平均純利潤の減少であった。「殻買い上場」の年（1999年）には255％増に好転するが、2000年には87％に落ち込み、2001年には-106％となっている。

出所：洪 [2002]。

業主体に譲渡された国有株の属性が社会法人株と変わっても、依然として流通ができないため、企業の経営管理層に対し、株式市場を通じた代理権競争や敵対買収など外部ガバナンスからの脅威が少ない。結局、買収後の上場企業に対し、外部からの経営監督が存在しない状況下で、民間企業の経営管理層による上場企業のインサイダー支配が非常に強い状態で残る傾向がある。そのため、新たな大株主の独占性が生じかねず、ひいては企業の経営安定性が持続できない可能性がある。

若干の報道では、買収後に筆頭株主としての民間企業主体が、関連取引、資産再編による利益移転、増資の資格を獲得するための資産置換だけに夢中になり、長期的に産業投資に専念せずに、企業統治構造の改善に寄与していないとの指摘がある。買収後に取締役会（董事会）が大幅に改組されても、その経営管理体制が従来の国有体制と変わらず、依然として維持されたままで、民間企業という看板換えだけの現象が普遍的に存在していると批判されている<sup>12)</sup>。

幾つかの民間企業による上場企業の買収事例をみると、買収側の民間企業がいわゆる金融投資企業である場合は、上場企業を通じての産業投資を怠り、投機的な株式投資を行い、短期的な収益を獲得する行動が多く見られる。たとえ事業型の民間企業でも、上場企業の「殻」に付与された資産価値を利用して、資金調達だけの目的を達成するために投機的な活動を行っている。

例えば、「ST 煙台発展」は民間企業との間で転々と売買され、上場企業の経営を悪化させた典型である。1997年に筆頭株主の「煙台国資」（煙台地域の国有資産管理機構）が小売業の上場企業「煙台発展」を民間企業の「徳廬投資」に売却した。「徳廬投資」は資産再編を通じ、増資が達成でき、株式市場から9,000万元の資金を調達した。僅か一年半後、1999年「徳廬投資」は「煙台発

<sup>12)</sup> 例えば代表的に「上市重組遭遇新瓶旧酒」上海証券報2003年7月8日版ウェブサイト (<http://www.stocknews.com.cn/ssnews/2003-7-8/default.htm>) 参照。

展」を信託投資業の「魯信国際」に売却し、4,743万元の売却収益を獲得し、「煙台発展」から撤退した。「魯信国際」も同じように一連の資産置換を行い、2001年3月に再び増資を行い、約1.1億元の資金を調達した。資金調達の目的を達成した後、「魯信国際」も「煙台発展」から撤退し、民間企業の「万基業業」に売却し、約4,767万元の収益を獲得した。三度の転売により、筆頭株主が行った資金調達を目的とする資産再編、関連取引では、実質的に「煙台発展」の産業投資へ何も投入しておらず、逆に業務が大幅に萎縮し、業績が低迷した。2001年から二年連続で赤字を計上したため、ST 銘柄に陥った。巨額の債務負担を抱え、「万基業業」の経営能力にも限界があったため、欠損転換に難色を示して実質的な経営再建を行わず、結局、上場資格の廃止の危機に瀕している「煙台発展」を売却しようと考えた。一方、「煙台発展」の株価は大きく暴落し、一般の中小投資者に大きな損害を与えた<sup>13)</sup>。

民間企業は、買収後の資金調達や「殻」の転売等の投機的な手段での資本の蓄積だけではなく、極端なケースでは、筆頭株主の地位で、関連取引を通じて上場企業へ利益を移転し、上場企業の資産占有等の手段で、上場企業を搾取し、不正の富を蓄積した。洪 [2002] が取り上げたケースでは、筆頭株主としての民間企業が上場企業の利益に損害を与える行動が、何度も繰り返して行われたため、上場企業の経営不安定をもたらしたことが示されている。

このように、大株主の民間企業主体による上場企業の利益を侵害する行動によって、企業統治の効率化を損なったばかりでなく、買収後も企業の経営安定化が実現できず、逆に買収前よりさらに悪化するという結果になった。

### 3 内部経営管理層への売却 (MBO)

#### 3-1 実行の背景

上場国有企業の民営化潮流の中では、外部経営主体に売却することだけではなく、内部経営管理層による買収 (MBO: Management Buyout) も顕著になった。2001年後半から、株式市場での国有株売却政策が挫折し、加えて依然として国有株が株式市場で流通できない環境の下で、経営管理層による買収 (以下に MBO と略称する) が国有株の受け皿として期待され、それが理論面と実践面から注目された。2002年11月に開かれた第16回党大会では、国有資産管理体制改革の一環として、地方政府の国有企業所有権行使が認められた。この権限移譲の下で、地方政府による国有企業民営化がさらに積極的に促進された。こうした政治環境の変化により、幾つかの上場国有企業では、地方政府主導の MBO により民営化が実現した。

<sup>13)</sup> 「ST 煙台発展：南京新城？ 西安海昇？ 誰将出手“致富利器”」、『21世紀經濟報道』2003年6月17号版ウェブサイト (<http://www.nanfangdaily.com.cn/jj/20030617/>) 参照。

MBOの実行は、上場企業の所有者が欠如しているという問題を解決する一方、経営者のインセンティブ制度を明確化させるという背景がある。これまでの国有企業改革においては、「所有権と経営権の分離」の方針の下で、経営自主権の拡大、経営者への集中的な権限移譲が進められた。その結果、一部の企業では有能な経営者により、競争的な環境に企業を適応させることに成功し、市場競争を勝ち抜き、一定の経営効率の改善が達成された。だが一方、経営者労働市場が欠如したため、現行の経営者報酬制度が客観的に経営者の貢献を評価する基準になっていない。結局、インサイダー・コントロールが中心となり、国家所有のもとでは経営権が曖昧になって経営者を有効に監督できないため、経営者による企業資産の横領、汚職・背任問題が多発し、持続的な経営の安定化にマイナスの影響を与えた。そのため、このような「所有権と経営権との分離」によるジレンマを解決するために、実質的な経営支配権を持つ経営者にさらに所有権限を付与し、経営責任を一致させようというわけである。

多くのMBOの売却事例から見ると、MBOの実行は、経営者・経営管理層の企業発展への貢献がポジティブになり、その経営能力を評価し、インセンティブを与えて、安定的な企業経営を持続させる効果がある。

### 3-2 経営管理層による買収の現状

欧米先進国のMBOが主に企業のリストラや事業再編に活用されていることが多いことに対し、上場企業のMBOは、上場企業からの国有資本の退出、その所有権の経営者への移転という過程であるといえる。2000年以降、MBOの買収が急増したが、実施件数の統計がないものの、殆ど民間企業、集団所有企業を中心として行われ、純粋な上場国有企業は少ない。買収の実態は、表9-1、9-2に示した。

こうした事例から、次のような特徴が浮かび上がってくる。

#### a. 売却価格を一株当たり純資産以下に設定したこと。

「宇通客車」を除き、売却価格はいずれも一株当たり純資産より下回った。それは、買収側の経営管理層が、情報の非対称性や事実上の経営支配などの優位な立場を利用し、政府との交渉において有利な価格に抑えたと考えられる。売却価格の設定の合理性が問われる問題で、国有資産流失を招き、民営化時に不公正や腐敗が生じかねない。

#### b. 経営管理層は、直接的買収を避け、投資企業法人を設立し、間接的に上場企業を買収する。

MBOに際しては、経営管理層が新たに設立された外部の投資企業を通じて間接的に上場企業を買収するケースが多い。こうした企業法人による買収においては、経営管理層が買収主体構成、経営管理層の持株率の多少、買収資金の拠出源などの情報を隠蔽できると考えられる。マスコミは、MBOを行う経営者管理層に対して、買収の透明性が確保されず、情報開示の責任を逃れていると批判している。

表9-1 MBOを実施した上場企業の概況

社名(略称)	買収前の所有属性	買収企業の経営トップ	買収主体と買収企業の持株比率	買収主体構成と出資比率	買収価格(株/元)	純資産(株/元)
粵美的	集団所有	何亨建	美托投資実業22.19%	何亨建25%；美的管理層53%；従業員組合22%	I 2.95 II 3.00	I 3.81 II 4.07
佛山塑料	集団所有	馮兆征	富碩宏信投資29.4%	「佛山塑份」の経営陣22人により出資、馮兆征が6.60%	2.95	3.19
特変電工	集団所有	張新	上海宏联投資13.92% 天山投資16.18%	「特変電工」の経営陣39人により出資、張新が6.59% 特変電工の母体企業から改組、張新が33.82%	I 2.50 II 3.10 III 1.40	3.36
宇通客車	国有	湯玉祥	上海宇通投資17.19%	「宇通客車」の経営陣21人より出資、湯玉祥が16.59%	7.00	6.35
鄂爾多斯	国有	王林祥	東民カシミア投資43.80%	「鄂爾多斯」母体企業である鄂爾多斯集団の上級経営陣5人から出資、王林祥が10%、集団経営陣が30%、従業員60%	1.77	5.81
洞庭水殖	国有	羅祖亮	泓鑫持株29.9%	常德市国有資産管理局、常德禾晟農業有限公司等の42人から出資、常德市国有資産管理局20%、常德禾晟農業が23.2%、常德禾晟農業が「洞庭水殖」の羅祖亮から出資、約94.9%株式を支配している	5.75	5.84

注：I－第1次売却、II－第2次売却、III－第3次売却。

出所：上場企業年度報告及び関連報道に基づき作成。

c. MBOによる買収は、幅広い買収主体により行われている場合が多い。

MBOを行った企業をみると、買収主体が上級管理層、中間管理層、さらに一般従業員などから幅広く構成されており、経営管理層というよりもむしろ経営管理層・従業員による買収(Management-employee buyout: MEBO)の色彩が濃厚である。経営管理層、従業員に割り当てられた国有株が、将来一旦流通すれば、その予想収益は大きい。また、業績の向上が持続すれば、保有する株式の配当収入を高め、報酬も大幅にアップできるため、経営者・従業員による経営を行うインセンティブを喚起させ、積極的に企業の発展に寄与すると考えられる。しかし、各買収主体のインセンティブの方向や利害が一致せず、各買収主体の行動が経営効率向上に効率的に反映されているとはいえない。

表9-2 上場国有企業におけるMBOの買収過程

上場企業	企業概況	企業統治構造(買収前)	買収過程	買収後の統治構造
「鄂爾多斯」	鄂爾多斯カシミヤ集团有限公司の中核企業として世界的に有力なカシミヤ衣料品トップクラスメーカー	内モンゴル伊克昭盟鄂爾多斯地域→鄂爾多斯集団→上場企業「鄂爾多斯」；集団公司是地方政府から国有資産の授權經營を受けており、上場企業の株式資本総額約43.80%国有株を持つ筆頭株主である。董事長兼總經理の王林祥を中心とする集権的經營陣の下で、企業の発展を遂げていた	①1999年6月に従業員持株会（王林祥を中心とする經營陣が約30%支配）は鄂爾多斯集団の約32.5%の国有株を買収した。②2001年6月に東民実業を設立し、従業員持株会を改組し、2002年6月に増資を通じてその株式資本が集団の株式資本総額の56.20%に拡大し、集団の筆頭株主となった③2002年6月に東民実業が集団内に上場企業「鄂爾多斯」に残っている株式資本総額43.80%の国有株を地方政府から買収し、上場企業及び全集団の完全民営化が実現した	王林祥が東民実業を通じて、全集団及び「鄂爾多斯」を支配している。「東民実業」→鄂爾多斯集団（100%）→「鄂爾多斯」；集団企業に王林祥が約10%、經營管理層約30%の株式を所有している
「宇通客車」	鄭州宇通集团有限公司の中核企業として中国の第二位のバス製造メーカー	河南省鄭州市→鄭州宇通集団→「宇通客車」；集団公司是上場企業の株式資本総額17.19%の国有株を持つことで、筆頭株主である。集団公司董事の湯玉林を中心とする經營陣で実際に上場企業の經營を支配している	①2001年6月に「上海宇通」が鄭州国有資産管理局から「宇通客車」の母体企業鄭州宇通集団の89.80%株式（国有株）を買収し、鄭州宇通集団の筆頭株主として、「宇通客車」の支配権を獲得した②その後、鄭州国有資産管理局が鄭州宇通集団に授權經營された「宇通客車」の国有株を「上海宇通」に委託管理協議を結び、「上海宇通」が完全に「宇通客車」への支配を達成した	「上海宇通」→鄭州宇通集団（89.80%）→「宇通客車」（国有株の委託管理17.19%）；湯玉林を中心とする經營陣が「上海宇通」を通じて間接的に「宇通客車」を支配している。湯玉林が「上海宇通」の約16.59%の株式を所有している

出所：上場企業年報報告及び関連報道により作成。

### 3-3 買収後の企業統治構造

表9-2に示したように、MBOを行った上場国有企業の企業統治構造は、殆ど今井[2000]の指摘にあるような經營集権型インサイダー・コントロールの典型である。つまり、「鄂爾多ス」、「宇通客車」のようにカリスマ的で有能な経営者の手腕で、業界トップクラスに登り詰めてきた。結局、政府から中核企業の国有資産をまかされた「授權經營」で、事実上の所有者として経営者集権体制を一層強化し、上場企業の經營に君臨し、強く支配するという構造がみられる。このような経営者集権体制の下で、持続的な經營を図り、収益が向上すればするほど、その経営者はますます企業の私物化を図り、政府に法律上の所有権を要求するということになる。一方、政府も経営者の貢献度を顧慮し、経営者の人的資本としての価値を評価し、企業の所有権を譲渡せざるを得ないというのが現状である。経営者の能力に対する評価が報酬などに反映されれば、彼らによる企業財産の横領や汚職が生じるリスクを防ぐ効果もある。「鄂爾多ス」、「宇通客車」の買収過程では、いずれもその傾向がみられる。持続的な企業発展を維持するために、有能な経営者への依存度が高くなった結果、漸次的に企業所有権が経営者に移譲されている。情報の非対称性で優位な交渉の立場を持つ経営者は、有利な条件と適当な時期に自ら処分できる企業内留保、経営者・従業員の配当収入を買収資金として用いて買収を行い、上場企業への完全支配を達成している。結局、上場企業において經營集権型インサイダー・コントロールの企業統治構造を持つ場合に、經營が安定し持続的

になればなるほど、MBO が現実味を帯びてくると考えられる。

当然、買収後の上場企業の内部統治構造に大きな変化はみられず、法律上経営者が筆頭株主の地位を確立しただけのことである。MBO を実施した後、政府からのモニタリングを排除し、筆頭株主となった経営者は、外部による経営監督の不在の下、インサイダー・コントロールをさらに強化し、ひいては大株主の独占性による中小株主の利益も侵害させかねない。経営者の過剰投資・過剰分配などの弊害を生じ、経営の不安定化を招く可能性もある。

賀 [2003] は、MBO を実施した後の上場企業では、経営管理層の平均年俸が前年度より大幅に上昇する傾向があると指摘した。その典型は「宇通客車」であり、経営管理層2001年の平均年俸は僅か19万元であり、首脳三名の平均年俸は21万元に止まっていた。2001年6月にMBO を実施した後、2002年の経営管理層の年俸は31.4万元に上昇し、首脳三名の平均年俸も74万元に暴騰した。一方、「宇通客車」の対前年度純利潤増大率が僅か5.7%でしかない(賀 [2003])。賀 [2003] の調査から MBO 実施企業には、平均年俸の増大と企業業績の改善との関連が薄いと見られる。

MBO 実施企業では、普遍的に現金配当を中心とする高率配当を行う傾向もある。MBO 実施企業の経営者は、廉価で買収した同社の株式資産、現金配当を中心とする高率配当収入に、さらに高額な報酬を加え、計り知れない富を蓄積した。高配当、高額報酬がいずれも筆頭株主である経営者が支配する株主大会で決定されており、中小株主の利益は大きく侵害されている。

欧米諸国の MBO では、「サラリーマン経営者」が企業を丸ごと買収するための多額の資金を用意することが通常できないため、金融機関系列の投資会社や投資家の資金を集めた投資ファンドなどが彼らに協力して資金を出すケースが多く見られる。中国の MBO 実施企業には、買収資金の拠出源に関して不明瞭な点が多い。「宇通客車」の買収は、買収資金の出所が結局分からず、最後まで同社の一般投資者に明確にされなかった。2002年10月に、中国「証監会」は、「宇通客車」が1999年度報告に銀行貯金などの資産を隠匿し、偽りの報告を作成した行為に対して、行政処罰の通告をした。「宇通客車」が隠匿した資金の用途は明確にされていないが、一部の報道では、「宇通客車」の経営管理層が、制度の隙間をぬって、占有した上場企業の資産、前出の高額報酬、高配当による収入を買収資金の返済に充当したと推測されている<sup>14)</sup>。「洞庭水殖」の買収前後にも、買収主体の「弘鑫持株」との間で頻繁に合併投資、資産置換、資産買収などの関連取引を行い、「洞庭水殖」から相当な利益を筆頭株主の「弘鑫持株」に移転した。マスコミでは、中小投資者に対し、MBO の実施企業に筆頭株主の経営者が上場企業の資産を占有し、上場企業を食いつぶし、ひいては中小株主の利益を侵害するので、こうした行為に十分に警戒するようにと呼び掛けている<sup>15)</sup>。

完全民営化を達成した「鄂爾多斯」も、不動産や乳製品業に参与し、多角化経営戦略を打ち出し

<sup>14)</sup> 「宇通客車：『最陽光的收購』、『不陽光的資金來源』」『中国経済時報』2003年6月25日版ウェブサイト (<http://www.cet.com.cn/20030625/SHELUN/200306252.htm>) 参照。

<sup>15)</sup> 張建華 [2002] 「警惕管理層收購」、『証券市場週刊』2002年第93期参照。



たが、こうした冒険的過剰投資に対してもコントロールがきいていない。

結局、MBO 実施後の企業統治の現状は、国有上場企業に存在していた経営者集権型インサイダー・コントロールの両面性問題が解決できておらず、さらに深刻化している可能性も指摘できる。

#### 4 残された課題

民営化後の上場企業の現状を見ると、民間企業による上場国有企業の買収後も業績改善の効果が顕著になっていないことが指摘できる。企業の所有主体が国有から民間企業主体へ変わっても、「殻買い上場」を目的とした民間企業主体は効率的企業統治には消極的で、有効な企業統治を形成できる保証がない。一方、インサイダー・コントロールの延長線としての経営管理層による買収（MBO）も、売却に伴う国有資産の流失、高額報酬、高率配当等の弊害が存在するため、企業統治の合理性と有効性が問われている。

今井 [2003] は、買収後の上場企業の業績が低迷した要因は、民間企業主体の経営能力不足にあると指摘している。発展途上の中国の市場経済の下で、民間企業が、民営化を担う主体として資金力や経営能力などの面で十分な実力を具えておらず、自らの経営の安定化を欠くという問題を抱えているため、民営化の進展に相当な時間がかかるだろうと述べている（今井 [2003]）。

前出の中国の代表的な民間企業である「科利華」の事例のように、「殻買い上場」を果たしても、売却側に残された債務が企業の経営の重荷となるため、2000年に中国の第三の富豪にランクされた経営者をもってしても、上場企業の欠損穴埋めを果たせなかった。「科利華」の悲劇が示しているように、平等な競争環境がない中で、発展途上の民間企業は、所有制の差別から容易に融資が受けられず、やむを得ず「殻買い上場」の道を選択した。情報の非対称性で売却側の情報を確実に掌握できず、軽率に赤字上場企業を買収した結果、企業規模に合わせた経営能力の不足や非経済的な要因により、買収後の企業が安定的かつ持続的な経営を図れない。これは「殻買い上場」の企業に共通した問題である。

従って、民営化の担い手として活力を持ちうる民間企業に対し、彼らが積極的に企業経営と、効率的企業統治の形成に参与できるような制度改革を促す政策が必要である。そのため、所有制の転換だけを政策目標とするだけでは不十分である。政府による民間企業の育成と平等な競争条件の創出、民営化後の経営障害（旧国有企業の債務等）の解消と支援等の外部環境の整備は、民間企業主体の効率的な企業統治への寄与を促進する有効な手段である。

一方、最も企業統治の効率低下をもたらしたのは、大株主の独占性が中小株主と上場企業の利益を侵害するという問題である。大株主の独占性の問題を解決するために、株式市場制度の歪みを是正する必要がある。つまり、株式市場制度に存在する分断された株式所有構造の問題である。

民営化後、国有株が民間企業主体、内部経営管理層に譲渡され、所有属性が社会法人株と変わっても、依然としてその株は流通できない。通常、競争的な市場環境の下では、企業の経営状況が間接的に株価に反映されるため、株価が絶えず経営者に圧力をかけ、経営者を監督する効果を持っている。だが、分断された中国の株式市場所有構造の下では、流通株の株価変動が筆頭株主が持つ非流通株の資産価値の増減にあまり影響を与えていないため、非流通株を持つ筆頭株主と流通株を持つ多数の中小株主との価値観を共有していない。筆頭株主は、投下した産業資本を早く回収し、短時間で余剰収益を獲得しようとする行動にしばしば走る。このような動機に基づく筆頭株主の行動は、投機的で長期的展望に立った産業投資を行うインセンティブが低く、積極的に企業の経営に介入し、効率的な企業統治の形成に寄与しようとする意欲がない可能性がある。融資できない場合に、筆頭株主が上場企業の資産を占有し、上場企業を用いて銀行から担保貸付を獲得することが多い。さらに法制度と行政監督が不健全な状況の下で、融資資格を獲得するために虚偽会計、粉飾決算などの違法行為が盛んに行われる。

個人支配又は家族支配の統治構造が強い民間企業では、決して自律的な経営が形成されていない。薄い自律的な経営管理意識、買収後の上場企業の統治構造の歪みは、いずれも株式市場制度の歪みとして反映されている。従って、大株主への集中的な所有構造を是正するために、社会法人株を含む非流通株の流通、独占的大株主の抑制の面から対策を講じなければならない。

非流通株の流通問題は、かなり複雑で短期間にできるものではない。国有株の放出政策の失敗が示したように、政策の実行において一般株主の保護の意味で、需給関係に基づく市場均衡価格で株式売却を行うべきである。現在の株式市場に大きな衝撃を与えないことを前提に、放出のタイミングを探りながら、長期かつ漸進的に行わざるを得ない。

当面、非流通株が流通できない状況では、筆頭株主の独占による経営効率の低下を防ぐために、機関投資家を含む複数の法人大株主を企業の統治構造に参入させ、相互に牽制させ、経営への監督を効率的に行うべきだという議論もある。だが、例えば民営化後の上場企業において、大株主の独占性による経営リスクを抑制するために、筆頭株主の集中支配の株式所有構造を複数法人株主による分散的構造にしても、複数の法人株主によるモニタリングが効率的な企業統治の形成に寄与できる可能性は少ない。なぜなら、複数の法人株主を持つ所有構造が生まれ、異なる団体の利益と目標が一致していない下で、企業統治を行うインセンティブが低く、中小株主よりフリーライダー問題が生じやすく、企業の経営に積極的に介入が行われない<sup>16)</sup>。

株式所有構造の分断によってもたらされる株式制度の歪みを一方的に強調するのは、建設的な議論とはいえない。全ての株が流通する株式市場が形成されても、筆頭株主による搾取行為が抑制で

<sup>16)</sup> 例えば粉飾決算を摘発された「鄭百文」では筆頭株主である親会社の持株率が僅か14%であったが、この親会社が実効支配していた。

きない場合がある。例えば、香港証券取引所に上場している内地民間企業「欧亜農業」による虚偽会計や粉飾決算事件が示したように、開放的で流動的な資本市場でも、所有属性を問わず、筆頭株主も監督制度の隙間を抜けて不法行為を行うことが可能である<sup>17)</sup>。

従って、筆頭株主による搾取行為を防ぐために、外部監督メカニズムの強化及び有効な投資者の権益保護体制の構築が、当面急務の課題であろう。中国の株式市場制度では、外部監督メカニズムの欠如により、筆頭株主とその経営者が処罰を受けるリスクが感じられないため、その恣意的な行動を止められない問題が深刻化している。一般投資者の利益を保護するために、証券行政監督を加え、合法的な私的財産権の保障、株主代表訴訟制度などの法律制度を整備する必要である。合法的な私的財産権の保障に関する法律制定は未だに行われておらず、憲法の改正にこれを明記しようとする論争が引き続き行われている。また、一般中小株主の利益を守る法律もほぼ空白状態に近い。政府は、株主代表訴訟、上場企業の恣意的な行為による民事損害賠償訴訟などの法律制定に着手し始めたばかりで、企業の統治構造において一般株主の権限を強化させ、株主の損害賠償や筆頭株主と経営者を問責する制度を導入する道はなお遠い。

MBO も、不健全な現行制度の下では規範になっていない。買収に伴う国有資産の流失問題、情報開示と透明性に欠けている問題が存在している。2003年4月に発足した国家国有資産監督管理委員会（以下に「国資委」と略称とする）は、国有資産の過度流失に警戒感を強め、上場企業を含む国有企業のMBOの審査を中止した。MBO、民間企業による買収の民営化過程において、どのようにしたら公正かつ合理的な価格で、国有資産（国有株）を公平に譲渡でき、国有資産の流失を防ぐことができるかということは、かなり至難の課題である。東欧・ロシアの大規模民営化の経験と教訓を踏まえながら、「国資委」と「証監会」は、国有資産の売却と譲渡に関わる方法、情報開示及び監督などの面から一連の法規を制定し、実施した<sup>18)</sup>。だが、加速された民営化の進展に現実的に対応できていない。歪んだ取引による国有資産の不法移転を防ぐために、1994年から長年にわたって議論されている「国有資産管理法」等の立法を進める必要がある。

## む す び

経済発展を持続させ、市場経済制度への転換を進める以上、低効率の国有企業の整理・再編は避けられない。一部の独占大型企業を除き、上場国有企業にも完全民営化を波及させることは逆らう

<sup>17)</sup> 「実事求是地的对待民企」『財經』2002年第19期を参照。「欧亜農業」事件により、香港取引所に上場している内地民間企業に対する不信感が高まり、一時的に株価が低迷した。

<sup>18)</sup> 例えば、財政部・「国資委」により制定された「公司国有資産管理産権登記管理方法」「国有資産評估管理方法」、「企業国有資産監督管理暫行条例」等の法規である。また、「証監会」が公布した「上市公司收購管理方法」、「上市公司持株變動披露管理方法」等の法規である。

ことができない潮流である。市場競争の精神が世間に広範に根付きだした環境の下で、中国共産党も、市場経済体制を目指した改革路線に同調し、イデオロギーを大幅に転換させ、民間企業家の入党を容認した。民営化の実施においては、「三つの代表論」に謳われるように、最も先進的な生産力発展の要求を持つ民間企業主体、元の国有企業経営者から脱皮した新生階層の役割に期待が寄せられている。

だが、民営化の中核的な役割を果たす民間企業は、なお萌芽期であり、効率的に企業統治を行う能力が未だ成熟していない。また、買収後の上場企業も、株式市場制度の構造的歪みにより、筆頭株主の独占的な統治構造を是正できず、業績の改善を達成できなかった。さらに、家族支配構造を中心とする民間企業の筆頭株主は、国有株の行使権限を持つ国有上場企業の経営者と同様、不健全な外部監督メカニズムの下で上場企業と中小株主の利益を侵害している。このことは、ひいては株式市場の信頼を揺るがす危険性もある。

民間企業主体による企業統治が長期的展望に立つようにインセンティブを喚起するためには、政府が強いリーダーシップを発揮し、民間企業の育成と平等な競争条件創出の措置を講じるべきである。一方、民間企業主体の恣意の暴走にブレーキをかけるために、政府は一般投資者の権益を保護するために、合法的な私的財産権の保障、株主代表訴訟制度などの補完的な諸種法律制度を整備しなければならない。

国有資産の管理権限を集中した「国資委」の発足、地方国有企業の所有権行使を地方政府へ移譲するなどの、2003年4月の第16回党大会以後に行われた国有資産管理体制改革の実施は、いずれも民営化を促進する役割を果たしている。切羽詰まっている社会福祉の資金調達などの財政難状況を緩和するために、国有株の売却は進めざるを得ない。今後、国有株の売却に伴う法的な財産権を確立させ、民営化を進めた上で、補完的な諸種制度を整備しながら、競争的な株式市場の健全性を高めることが不可欠である。こうした制度化された民営化を定着させてはじめて、市場経済において活力を持つ民間主体は効率的な企業統治の形成に寄与できるであろう。

## 【参考文献】

日本語文献：

今井健一 [2000] 「コーポレート・ガバナンスの中国的な課題」 中兼和津次編『現代中国の構造変動2 経済』、東京大学出版会。

今井健一編 [2002] 『中国の公企業民営化—経済改革の最終課題—』(トピックリポート No.47)、アジア経済研究所 (<http://www.ide.go.jp/Japanese/Publish/Topics/47.html>)。

今井健一 [2003] 「国有企業民営化のゆくえ——「社会主義市場経済」後の展望——」、大西康夫編『中国新指導部の船出—第十六回党大会の成果と展望—』(トピックリポート No.48)、アジア経済研究所 (<http://www.ide.go.jp/Japanese/Publish/Topics/48.html>)。

黄孝春 [2002]「経営者の支配と所有者企業の創出」、丸川知雄編『中国企業の所有と経営』（アジア経済研究所研究双書 No. 520）、アジア経済研究所。

徐燦聡 [2003]『入門 中国の証券市場』、東洋経済新報社。

中国語文献：

賀苑男 [2003]「看不懂的高管薪酬」、『新財經』2003年6月号。

洪瑤 [2002]「民企借壳症」、『証券市場週刊』2002年第73期。

劉芍佳・孫霽・劉乃全 [2003]「終級產權論、股權結構及公司績效」、『經濟研究』2003年第4期。

呂愛兵 [2003]『特点、亮点、爆発点——2002年上市公司收購総結分析報告』、東方高聖投資顧問公司ウェブサイト (<http://www.holyhigh.com>)。

趙勇・朱武祥 [2000]「上市公司兼併收購可予測性」、『經濟研究』2000年第4期。

張建華 [2002]「警惕管理層收購」、『証券市場週刊』2002年第93期。

国家国有资产管理局企業司編 [1998]『国有股股東手冊』、東北財經大學出版社。

「科利華十年惊夢」、『新財經』2003年7月号。

「格林柯爾系浮出水面」『南方日報』2003年6月2版ウェブサイト (<http://www.nanfangdaily.com.cn/nf/20030602/nfci/200306020286.asp>)

「買壳上市縱横談」、和讯財經網のウェブサイト (<http://www.homeway.com.cn/News/> 2000年12月1日アクセス)

「上市重組遭遇新瓶旧酒」、『上海証券報』2003年7月8日版ウェブサイト (<http://www.stocknews.com.cn/ssnews/2003-7-8/default.htm>)

「实事求是地的对待民企」、『財經』2002年第19期。

「ST永久：国家股完成轉讓」、『中国証券報』2003年2月17日版ウェブサイト (<http://202.84.17.28/jrbz/jrbz20030217.htm>)。

「ST煙台發展：南京新城？ 西安海昇？ 誰將出手“致富利器”」、『21世紀經濟報道』2003年6月17号版ウェブサイト (<http://www.nanfangdaily.com.cn/jj/20030617/>) より参照。

「西藏聖地：国風集團成為第一大股東獲批」、『國際金融報』ウェブサイト2003年2月18日版 (<http://www.people.com.cn/GB/paper66/8487/77389/index.html>)。

「宇通客車：“最陽光的收購”、“不陽光的資金來源”」、『中国經濟時報』2003年6月25日版ウェブサイト (<http://www.cet.com.cn/20030625/SHELUN/200306252.htm>)。

和讯財經網ウェブサイト (<http://www.homeway.com.cn>)

中国证券监督管理委员会ウェブサイト (<http://www.csrc.gov.cn>)

中国財政部ウェブサイト (<http://www.mof.gov.cn/display/index.jsp>)